

未评级

## 江南集团有限公司 (1366.HK)

## 跨区送电治霾带动特高压电缆需求

## 市场数据

报告日期	2014.2.28
收盘价(港元)	1.11
总股本(百万股)	3,077
流通股本(百万股)	3,077
总市值(亿港元)	34.15
流通市值(亿港元)	34.15
净资产(百万元)	1,881
总资产(百万元)	5,286
每股净资产(元)	0.61

数据来源: Wind

## 事件:

我们于 2014 年 2 月 27 日与江南集团 CFO 陈总举行电话会议,就公司近期经营情况、发展规划和电缆行业的一些变化进行了沟通交流。

## 我们的观点:

我们认为江南集团 (1366.HK) 作为国内领先的电缆生产制造商,具有生产规模大、产品种类多和创新产品强的竞争优势。目前国家电网等部门正在规划通过特高压跨区送电治霾,公司现有 1,000 公里的超高压电缆生产线,是国内 10 来家能生产超高压电缆的生产厂家之一,因此公司未来有望受益于特高压线路的投资。公司预期未来内生性业绩增长可保持 15%以上的复合增速。并购方面,2013 年公司收购了中煤电缆,今年仍有在洽谈的潜在收购对象,并购也有望带来业绩增厚。海外市场方面,公司的南非基地已投产,今年有望获得较大的南非电力市场订单。按 2013 年预期业绩,当前公司的 PE 估值约在 8 倍左右,具有一定吸引力,建议投资者密切关注。

## 会议要点如下:

## 公司基本情况

江南集团有限公司是中国最大的电力电缆以及电器装备用电线电缆制造商之一。公司的产品广泛应用于电力及其它行业,包括冶金及采矿业、石油化工、铁路、造船、建筑等各行各业。根据 IBIS World 的研究报告,按 2011 的年度销售额算,公司附属公司江南电缆为中国第三大电线电缆供货商,市场占有率约 1.5%。

## 近期关于跨区送电治霾的报道:

- 1、李克强 12 日主持召开国务院常务会议,研究部署进一步加强雾霾等大气污染治理,首要措施即实施跨区送电项目。
- 2、国家能源局局长吴新雄在 2014 年全国能源工作会议上提到,加快重点煤电基地和输电通道建设。其中包括 12 条电力外输通道,提高跨省区电力输送能力。
- 3、国家电网 2014 年计划完成固定资产投资 4035 亿元,同比增 11.92%,其中电网投资 3815 亿元,同比增长 12.9%,高于 2013 年增速 10.64%。

兴证香港研究部

分析师: 鲁衡军  
注册国际投资分析师 CIIA  
(SFC: AZF126)

(852) 3509-5999  
(755) 2382-6005  
luhj@xyzq.com.hk

### 1、公司对未来业绩增长的指引有否变化？

目前公司的收入及利润每年有超过 20% 的复合增长，公司 15% 的预期增长是一个较保守的估计。并购方面，主要考虑是否有合适的对象以及并购时间。

### 2、关于跨区送电治霾，投资特高压线路对公司的影响？

国家电网公司将负责建设运营其中 12 条输电通道中的 11 条，包括 4 条特高压直流线路、4 条特高压交流线路和 3 条 500 千伏高压线路。国家电网公司对电缆产品的要求非常严格，会选择已有的供应商，而江南是其供应商之一。公司在 08 年的时候就已经生产特高压电缆，国内第一条 800KV 的从粤南到广东的特高压电缆就是由公司提供给国家电网公司的，公司在这方面的产品质量和生产能力是受到国家电网公司认可的。

另外，国家电网公司近期对特高压导线有专门的要求，需要做 1,000KV，截面  $1,250\text{mm}^2$  的导线。目前公司以针对此产品给国家电网提交了报告，正在审批中。

在特高压投资需求增加的前提下，会带动公司产能利用率、订单增长。这对公司产生正面的影响，是利好消息。

### 3、公司现有的超高压电缆产能及市场占有率？

目前公司超高压电缆已建成了 1000 公里产能的生产线，此线于 2010 年开始建造，2012 年建成。其目前利用率大约 40% 左右，利用率低的原因主要是由于需求增长小。考虑到价格因素、安全等因素，目前我国城镇配电区域使用 220KV 以上的超高压电缆成本较高，不太经济。

从目前行业整体来看，由于前期行业超高压产能扩大严重，目前还处于产能过剩状态。但是行业内能生产合格的、符合国家电网公司标准要求的公司大概只有 10 家。一般考虑到超高压产品成本较贵（可达 100 万元/公里），行业内在招标前会对竞标公司逐一进行再次考核，要确保企业拥有足够产能和技术。因为没有精确的统计数据，概略计算的话，公司在超高压市场占有率大约有 10%。

### 4、公司最近的并购进展？

2013 年公司并购了中煤电缆，收购于 7 月 18 日完成。公司将 8 月份以及后面月

份收入进行合并，并没有将 2013 年中煤电缆收入全部并入。一般来说，这个行业下半年的收入比上半年的收入要理想，占比更大。相对来说公司的贡献较大。另外，并购中煤电缆有个盈利承诺，要实现全年盈利 7,500 万元，这也是公司对它的一个对价考核。

公司目前已有并购的对象并在洽谈中。公司并购主要考虑对公司有整合和协调效应的公司，包括我们公司没有的产品，以及拥有技术优势的企业，这样并购后使得公司产品更加全面，也增加了市场占有率。

#### 5、南非基地的投产进展以及南非的订单情况？

目前公司的南非基地已投产，但规模较小，主要是做一些简单的加工项目，目前员工有 40 多人。当前销售的产品大部分还是从国内运过去的，小部分的产品在当地加工，这是一个策略性的做法。另外，当地的员工需要一定的时间去培训上岗。之所以在南非建厂，是基于长期战略的考虑。目前公司在南非最大客户是南非电力局，在南非建厂也是之前对其做出的承诺。这样在南非投标时，公司可以采取几个身份投标，一个是海外的江南集团，另外一个就是新建的工厂，这样增加了中标机率和份额。另外在南非建立实体，有利于扩大公司业务范围，覆盖到南非电力局以外的市场及周边地区，更加方便的推动销售，提高服务，增加利润。

目前南非方面还没有开标，尽管 2013 年与南非电力局没有签订大合同，但是还是有几千万的销售。南非电力局的投资计划每年都在增加，由于之前投入较少，未来会增加投资来弥补这一块。当地也没有太多可靠的供应商，海外供应商要有复杂的认证过程以及售后服务等问题，在短期内公司还没有竞争对手。可以预期在南非在 2014 年下半年会有较大的订单，因为南非电力局积累了一年的投资推迟，预计未来其订单会有一个爆发性的增长。当然即使合同签订了，但是产量并不一定平均分配在每一年，要考虑到工程进度因素。

#### 6、除南非外，海外其他地区的销售情况？

公司在非洲其他国家以及南亚地区也取得了较好的销售业绩。去年年底，公司获得越南的一个订单，其大部分需要在今年第四季度交付，是比较稳定的客户。预期每个季度都需要一定量的产品，保守估计在越南的业务今年会翻三倍。

公司认为理想的是海外业务占整体的收入是达到 20%-30%，还需要一定的时间。

#### 7、原材料铜、铝的价格下降是否影响公司的营业收入？

铜、铝等原材料价格下降对公司收入的确造成了影响，这个在 2013 年中报体现出来了，但对毛利率没影响。

因为公司收益采用成本加成的定价方式，铜铝占比又大，价格下降将影响收入总额，但是可以通过销售量的增加来弥补，问题也不是很大。2013 年下半年销售量有明显的增长，对冲了铜、铝价格下降造成的不利影响。

#### 8、铝合金项目的进展情况？

铝合金项目总共计划建立 4 个厂房，目前已建好 3 个，今年年底前完成第 4 个厂房的建设。目前已将铝合金以及跟铝相关的生产线搬入新的厂房，包括运送到南非的加工电缆的，还包括国内的一些客户的需求。铝合金作为新材料还需要一定的时间来接受。另外，铝合金杆线也可以作为材料卖出。这部分在 2013 年也产生了一定的利润。

#### 9、公司近期的产能利用率和订单情况？

2013 年下半年的产能利用率数据还在统计之中，从生产线反馈的情况来看，产能基本上充分利用了，2013 年下半年是公司有史以来最忙的。一般上半年需求较低，现在为 3、4 月份的销售做生产。

一般来说，公司手头订单都是在 2-3 个月，客户一般不会给长期的订单。南非的订单有五年框架协议，国内有 1 年的订单框架协议，但是按照实际的需求下单，安排 2-3 个月的生产过程。

#### 10、公司的资本开支计划？

若不考虑增加新的生产线，公司每年的资本支出在 5 千万左右，包括产能的优化、老化设备的更新置换。如果加上超高压 900 公里生产线项目的话以及中煤电缆的收购，预计全年在 1 亿 3 千万左右。900 公里生产线的资本支出大概是 8 千万，建立超高压生产线，很多设备需要从国外采购，需要提前半年时间。

#### 11、公司有中标项目做公告基于什么原则？

目前公司做的中标项目公告只是一个自愿性的公告，没有特定的标准，公司自己来平均。

公司发布公告主要考虑几个方面：一是订单的产品是大家关注的。二是订单的金额特别大，三是订单是由新的客户产生的，包括海外的。由于订单量太多，很难做到所有订单披露。

#### **12、公司的销售模式是否考虑借助互联网？**

目前公司对一些大的客户，一般还是采取中央采购的直销模式。目前总部有专门的部门负责投标。互联网销售目前还没有对公司销售模式产生影响。但是利用互联网可以增加一些偏远地区和小散客户的需求。总体来说，互联网对公司直销模式还没有产生冲击。

## 【免责声明】

本研究报告乃由兴证（香港）证券经纪有限公司（持有香港证券及期货事务监察委员会（「香港证监会」）第1（证券交易）、4（就证券提供意见）类受规管活动牌照）备发。接收并阅读本研究报告，则意味着收件人同意及接纳以下的条款及声明内容。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴证（香港）证券经纪有限公司、兴证（香港）期货有限公司、兴证（香港）资产管理有限公司及兴证（香港）融资有限公司（统称「兴证香港」）违反当地的法律或法规或可致使兴证香港受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告仅提供予收件人，其所载的信息、材料或分析工具仅提供予收件人作参考及提供资讯用途，当中对任何公司及证券之提述均非旨在提供完整之描述，并不应被视为销售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告所提述之证券或不能在某些司法管辖区出售。未经兴证香港事先书面许可，收件人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

兴证香港相信本报告所载资料的来源及观点的出处均属可靠，惟兴证香港并不明示或默示地保证其准确性及/或完整性。除非法律法规有明确规定，兴证香港或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所载内容而引致的任何类型的直接的、间接的、随之而发生的损失承担任何责任。

本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制，因此所提述的证券不一定（或在相关时候不一定持续）适合所有收件人。本报告之观点、推荐、建议或意见不一定反映兴证香港或其集团的立场，分析员对本报告提述证券的观点可因市场变化而改变，惟兴证香港没有责任通知收件人该等观点的变更。收件人不应单纯依赖本报告而取代其独立判断，收件人在作出投资决定前，应自行分析及/或咨询专业顾问的意见。兴证香港的持牌人员或会向有关客户及集团成员公司提供可能与本报告所表达意见不同之口头或书面市场评论或买卖建议。兴证香港并无责任向收件人提供该等其他建议或交易意见。

兴证香港及其集团、董事、高级职员及雇员（撰写全部或部分本报告的研究员除外），将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人，进行该等证券之买卖。此外，兴证香港及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务，或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时，应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

## 【分析师声明】

本研究报告由兴证（香港）证券经纪有限公司之分析员撰写。（1）本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了分析员个人对标的证券及发行人的观点；（2）该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系；（3）对于提述之证券，该分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。